Debt Management Strategy

2004–2005

Canada

Debt Management Strategy

2004–2005

Department of Finance Canada
Ministère des Finances Canada

© Her Majesty the Queen in Right of Canada (2004)
All rights reserved

All requests for permission to reproduce this document or any part thereof shall be addressed to Public Works and Government Services Canada.

Available from the

Distribution Centre
Department of Finance Canada
Room P-135, West Tower
300 Laurier Avenue West
Ottawa, Ontario K1A 0G5

Tel: (613) 995-2855
Fax: (613) 996-0518

This document is available on the Internet at
www.fin.gc.ca

Cette publication est également disponible en français.

Cat. No.: F1-30/2004E
ISBN 0-662-33754-9

Table of Contents

Foreword by the Minister of Finance 5

Purpose of This Publication 7

Highlights of the 2004–2005 Debt Strategy 9

Funds Management Framework 11

Debt Management Environment 13

2004–2005 Debt Management Strategy 19

2004–2005 Debt Strategy Action Plan and Intended Results 21

2004–2005 Debt Strategy Plan 24

Glossary 30

104-03777/

Foreword by the Minister of Finance

I am pleased to table before Parliament the Government of Canada's *Debt Management Strategy* for fiscal year 2004–05. This document provides comprehensive information on the Government's debt strategy and objectives for the coming fiscal year.

Canada's commitment to prudent financial management has been the foundation of Canada's recent economic and policy success, and enabled us to weather a number of unexpected shocks in 2003. The Government recently presented its seventh consecutive balanced budget, and Canada is the only Group of Seven (G-7) country expected to post a balanced budget in 2004. According to the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Canada's debt burden is also expected to be the lowest in the G-7 in 2004.

The benefits of this disciplined approach are many. Ongoing federal surpluses have enabled us to reduce our federal debt by more than $52 billion since the budget was balanced in 1997–98. As a result, the federal debt-to-GDP (gross domestic product) ratio fell from 68 per cent in 1995–96 to 44 per cent in 2002–03. This reduction in the federal debt burden has led to lower interest charges of $3 billion each year, savings that can be invested in the priorities of Canadians.

In spite of such hard-earned progress, however, interest charges remain our largest single budget expense, accounting for 21 cents of every revenue dollar received by the Government in 2002–03. Given the looming challenge of an aging population, our debt reduction efforts must continue. For this reason, Budget 2004 sets an objective of reducing the federal debt-to-GDP ratio to 25 per cent within 10 years.

It is only through sound fiscal management that Canada can foster a higher standard of living and a better quality of life today and for generations to come. This government remains determined to take the necessary steps to ensure long-term prosperity for all Canadians.

The Honourable Ralph Goodale, P.C., M.P.
Minister of Finance
Ottawa, March 30, 2004

Purpose of this Publication

The ***Debt Management Strategy*** is an annual publication of the Department of Finance Canada that provides information on the Government of Canada's objectives and strategies for managing the outstanding stock of market debt and financial assets within the context of the fiscal environment.

The Government publishes a companion document, the ***Debt Management Report***, which reports on the Government's debt operations over the previous fiscal year and provides detailed information on outstanding debt. This publication is available shortly after the release of the Public Accounts each year.

Focus of the Federal Debt Strategy

The debt strategy focuses on the management of the marketable debt and liquid financial assets of the Government of Canada.

As of March 31, 2003, the Government had $439.8 billion of market debt composed of bonds, Treasury bills, retail debt, foreign currency debt, and Canada Pension Plan bonds, and $65.5 billion of liquid financial assets composed of domestic cash balances and foreign exchange assets.

	(C$ billions)
Market Debt	
Payable in Canadian currency	
Marketable bonds (fixed-rate bonds with 2-, 5-, 10- and 30-year maturities and real return bonds with 30-year maturities)	288.2
Treasury bills (zero-coupon securities with 3-, 6- and 12-month maturities)	104.4
Retail debt (Canada Savings Bonds and Canada Premium Bonds)	22.6
Canada Pension Plan bonds	3.4
Payable in foreign currency	
Marketable bonds (fixed-rate bonds issued in US dollars and in other currencies)	14.0
Canada bills (zero-coupon securities with 1- to 9-month maturities)	2.6
Foreign currency notes (Canada notes and Euro Medium-Term Notes)	4.5
Liquid Financial Assets	
Cash	16.5
Foreign exchange reserves	49.0

Highlights of the 2004–2005 Debt Strategy

- The Government will continue to target a gradual reduction in the fixed-rate share of the debt from two-thirds in 2002–03 to 60 per cent in 2007–08 to achieve savings on public debt charges while retaining a prudent debt structure.
- In moving to the new debt structure, the maintenance of a well-functioning market in Government of Canada securities is an important objective of the debt strategy.
- Thus, the change in the debt structure will continue to be made gradually through increases in the Treasury bill program and reductions in the bond program:
  - The size of the Treasury bill program will increase from $110 billion-$115 billion at the end of 2003–04 to approximately $130 billion by the end of 2004–05.
  - The total amount of marketable bonds issued in 2004–05 will be about $36 billion, moderately lower than in 2003–04. Net bond issuance of about $25 billion will also be moderately lower than in 2003–04.
  - The planned amount of bond buybacks is in the order of $11 billion, similar to 2003–04.
  - The bond stock will decrease from $257 billion to about $241 billion due to maturities and continued cash management buyback operations.
- The Government reviewed the real return bond program and the pilot switch buyback program in 2003–04 and is announcing that:
  - Real return bonds will remain a part of the Government's debt program, with issuance in 2004–05 equal to or marginally higher than in previous years.
  - The switch buyback program will be maintained as an ongoing debt management tool.
- To enhance bidding and participation in domestic debt operations:
  - Beginning April 1, 2004, as supported by market participants, results for auctions and buybacks will be released in advance of the current fixed turnaround times on a "best efforts basis" (i.e. when ready). Turnaround times for auctions and buybacks are expected to decline to about 5 and 10 minutes respectively. Release times will vary from operation to operation, subject to a maximum turnaround time for auctions and buybacks of 10 and 15 minutes respectively. The Government will continue to take steps in the fiscal year to streamline these operations to further reduce turnaround times.
  - Morning operation times for both Treasury bill auctions and cash management buybacks introduced in June 2003 will be maintained.

Funds Management Framework

Government of Canada funds management encompasses a wide range of activities related to the issuance of debt and the management of liquid financial assets by the Government. Prudent and effective funds management is a key element of achieving the Government's objective of fiscal sustainability. Due to the nature and breadth of funds management activities, separate objectives have been established for domestic debt and cash management, and foreign reserves.

Domestic Debt and Cash Management Objectives

The fundamental objective of domestic debt and cash management is to provide stable, low-cost funding to meet the financial obligations and liquidity needs of the Government of Canada. Key strategic objectives are to maintain a prudent debt structure, maintain and enhance a well-functioning market for Government of Canada securities, and maintain a diversified investor base.

Domestic Debt and Cash Management Principles

In pursuit of these objectives, the Government of Canada manages its activities according to a set of key principles.

- Prudence: Manage the structure of the debt to protect the Government's fiscal position from unexpected increases in interest rates and to limit refinancing needs. Manage the Receiver General cash position to ensure that adequate liquidity is maintained at reasonable cost to the Government.
- Cost-effectiveness: Borrow using a variety of instruments, a range of maturities and a diversified investor base to be cost-effective.
- Maintaining a well-functioning market: Emphasize transparency, liquidity and regularity in the design and implementation of domestic debt programs in order to maintain a well-functioning domestic market. Work with market participants and regulators to enhance the integrity and attractiveness to investors of the market for Government of Canada securities.
- Consultations: Seek input from market participants on major adjustments to the federal debt and cash management programs.
- Best practices: Ensure that the operational framework and practices are in line with the best practices of other comparable sovereign borrowers and the private sector.

Foreign Reserves Management Objective

The objective of foreign reserves management is to maintain foreign currency liquidity, including funds needed to promote orderly conditions for the Canadian dollar in foreign exchange markets.

Foreign Reserves Management Principles

In pursuit of this objective, the Government of Canada manages its foreign exchange reserves according to a set of key principles.

- Prudence: Maintain an appropriate level of reserves invested in high-quality highly liquid assets. Manage reserves within a framework that matches foreign liabilities to reserve assets to immunize currency and interest rate risk, and that controls credit risk through diversification.
- Cost-effectiveness: Minimize the cost of carrying reserves (i.e. the difference between interest paid on foreign currency liabilities and the interest earned on reserve assets).
- Consultations: Seek input from market participants on major adjustments to the foreign reserves management program.
- Best practices: Ensure that the operational framework and practices are in line with the best practices of other comparable sovereign borrowers and the private sector.

Debt Management Environment

Fiscal Outlook

Budgetary Balance

The Government's fiscal policy sets the context for debt management operations. The Government recorded budgetary surpluses over the previous six fiscal years and reduced the federal debt (accumulated deficit) by $52.3 billion. As announced in the March 2004 budget, the Government is committed to maintaining balanced budgets or better for 2003–04 and for each of the next two fiscal years.

Contingency Reserve and Debt Reduction

The Government of Canada sets aside an annual Contingency Reserve of $3 billion to cover risks arising from unforeseen circumstances and variations in budget planning. The Contingency Reserve, if not needed, will be used to reduce federal debt.

Combined with forecast economic growth, the federal debt-to-GDP ratio—the level of debt in relation to the country's annual income—remains on a downward track. On an accrual basis, the federal debt (accumulated deficit) as a percentage of the economy is projected to fall to 42 per cent in 2003–04, down from its peak of 68.4 per cent in 1995–96. With the commitment to balanced budgets in each of the next two fiscal years, it is forecast to decline to about 38 per cent in 2005–06.

In terms of international debt burden comparisons, taking into account the accounting methods of various sovereigns, the debt burden of Canada's total government sector has declined the fastest among G-7 countries since the mid-1990s. Between 1995 and 2003, Canada's net financial liabilities as a percentage of GDP (akin to the debt-to-GDP ratio) declined by 34.3 percentage points. Consequently, Canada's total government debt burden moved from being the second highest among the G-7 countries to the second lowest in 2003. According to the OECD, Canada's debt burden is expected to be the lowest in the G-7 in 2004.

Financial Requirement/Source

The key budgetary measure for debt management planning is the financial requirement/source rather than the budgetary balance (see box on following page). The budgetary balance is presented on a full accrual basis, recognizing revenues and expenses when they are incurred. In contrast, the financial requirement/source is a cash flow measurement that represents actual cash transactions related to current- and prior-year budgetary items, as well as the cash implications of non-budgetary transactions, such as changes in financial or non-financial assets or liabilities.

Measuring the Government's Fiscal Position: Budgetary Balance and Financial Requirement/Source

The budgetary balance and financial requirement/source measures used in the *Debt Management Strategy* are based on the Public Accounts accounting framework. The Public Accounts provide information to Parliament on the Government's financial activities, as required under the Financial Administration Act. The measures are provided on a fiscal-year basis ending March 31.

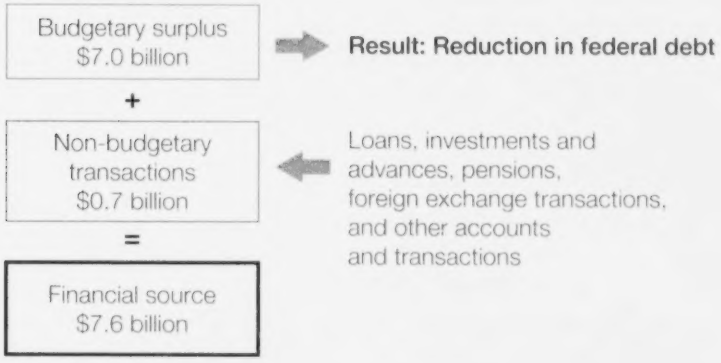
The budgetary balance—deficit or surplus—is one measure of the Government's financial situation. Consistent with the recommendations of the Auditor General of Canada, the Government moved to full accrual accounting in 2002–03. The move enhances transparency and decision making by providing a more complete accounting of government activities than under the previous modified accrual accounting framework. Under the full accrual basis of accounting, revenues and expenses are recorded when they are incurred, regardless of when the actual cash flows occur. For more information on accrual accounting, see Annex 6 of *The Budget Plan 2003*, available on the Department of Finance Web site at www.fin.gc.ca.

The financial requirement/source provides a measure of the net cash position of the Government. In contrast, the budgetary balance also includes obligations incurred by the Government during the course of the year for which the cash transaction does not take place until future years. In general terms, the difference between the financial requirement/source and the budgetary balance is timing (i.e. when funds for budgetary items are committed and the actual cash transaction occurs).

The financial requirement/source includes the cash outlays related to current- and prior-year budget commitments. It also includes transactions in loans, investments and advances, federal employees' pension accounts, other specified purpose accounts, foreign exchange activities, and changes in other financial assets, liabilities and non-financial assets. These activities are included as part of non-budgetary transactions. The financial requirement/source corresponds closely to the unified budget balance measure used in the United States.

Figure 1 presents the various elements of the Government's budgetary framework for the 2002–03 fiscal year, the last year for which audited Public Accounts financial statements are available.

Figure 1
Financial Source at March 31, 2003



Note: Numbers do not add up due to rounding.

Source: *Annual Financial Report of the Government of Canada* (fiscal year 2002–03), Department of Finance.

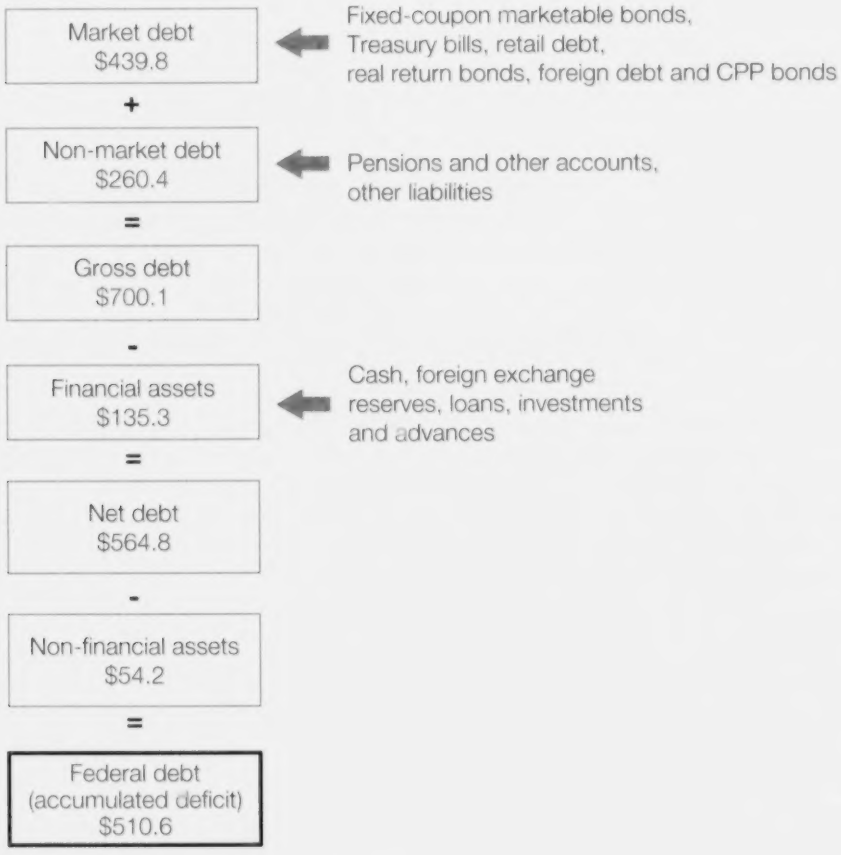
Net Financial Requirement/Source Outlook

For 2003–04 the Government expects a financial source of $2.0 billion from non-budgetary transactions. The Government expects a financial requirement of $4.5 billion in 2004–05. This is due to the transfer of Canada Pension Plan (CPP) operating balances, currently held by the Government, to the CPP Investment Board, as well as requirements from loans, investments and advances, and capital assets. The CPP funds transfer involves switching non-market debt to market debt, which engenders a cash requirement but does not have any effect on the federal debt.

Debt Composition

Debt management operations focus on the Government of Canada's market debt, which is only one component of the Government's gross debt. The other component of the gross debt, non-market debt, is taken into account in debt strategy planning but is not subject to debt management strategy initiatives. Non-market debt includes federal public sector pension liabilities and the Government's accrued liabilities. Debt strategy planning also focuses on the management of the Government's financial assets. Figure 2 illustrates the relationships between the components of the public debt for the 2002–03 fiscal year.

Figure 2
Total Public Debt as of March 31, 2003
(in billions of dollars)

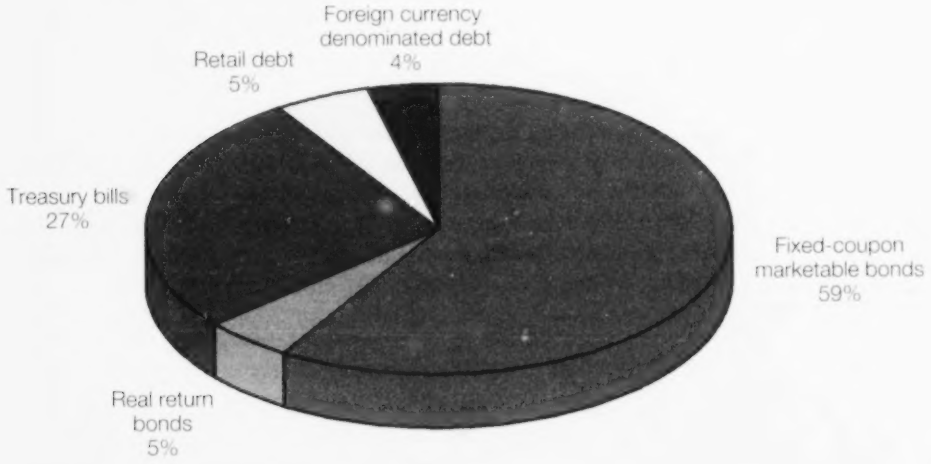


Note: Numbers may not add up due to rounding.

Source: *Annual Financial Report of the Government of Canada* (fiscal year 2002–03), Department of Finance.

The Government's market debt consists of fixed-coupon marketable bonds, real return bonds, Treasury bills, retail debt (Canada Savings Bonds, Canada Premium Bonds and Canada Investment Bonds), foreign currency denominated debt, as well as bonds issued to the Canada Pension Plan. Financial assets held by the Government include operating cash balances, loans, investments and advances, and foreign exchange reserves. Non-financial assets include land, buildings and infrastructure, and vehicles. Chart 1 shows the forecast composition of the market debt at year-end 2003–04.

Chart 1
Forecast Composition of Market Debt
March 31, 2004



Note: Excludes bonds issued to the Canada Pension Plan.
Source: Department of Finance.

Market Debt Outlook

The federal debt declined by $7.0 billion in 2002–03 and by $52.3 billion over the past six fiscal years. Market debt, the portion of the federal debt that is funded in capital markets, declined by $2.5 billion in 2002–03 and by $37.1 billion over the past six fiscal years. A further decline in market debt is expected in 2003–04.

Borrowing Authority

Under the Financial Administration Act, the Government has standing authority to refinance market debt maturing in a fiscal year.

Parliamentary approval must be obtained to raise new market debt, in the form of a borrowing authority bill. Once obtained, the authority to raise debt levels generally extends through the remainder of the fiscal year and lapses at the start of the next fiscal year.

Currently available new borrowing authority is limited to a $4-billion non-lapsing contingency from the 1996–97 Borrowing Authority Act. Given the impact of the expected transfer of the Canada Pension Plan operating balances, the Government may seek special borrowing authority to fund the transfer through the issuance of new market debt. The need for additional borrowing authority will be considered later in 2004–05, in light of the Government's prevailing fiscal position at that time.

2004–2005 Debt Management Strategy

Balancing Prudence and Cost: Debt Structure

One of the Government's key objectives in managing the debt is to strike the appropriate balance between low financing costs and cost stability. In general, borrowing long-term debt is less risky, but more costly, than borrowing short-term debt. The Government maintains a prudent debt structure to protect its fiscal position from unexpected increases in interest rates and to limit annual refinancing needs. One of the measures of prudence is the fixed-rate share of the debt—that is, the share of the debt that does not need to be refinanced within a year.

As announced in the 2003 budget, the Government has adopted a new target for the fixed-rate portion of the debt: it will be reduced from two-thirds to 60 per cent by 2007–08 to lower future debt costs. The Government is in a position to reduce the target following significant improvements in Canada's economic and fiscal position in recent years. Canada now has low and stable inflation, lower foreign indebtedness and a current account surplus, all of which make interest rate surprises less likely. In addition, the reduction in the debt level has provided Canada with greater financial stability, reduced vulnerability to events happening beyond our borders, and contributed to the restoration of Canada's triple-A credit rating. The reduction in the fixed-rate share will be implemented in an orderly and transparent manner to allow the market time to adjust to the required changes in debt programs.

As in past years, a simulation model has been used to re-evaluate the debt structure target. The analysis involves considering the potential debt costs and cost variation for a large number of interest rate scenarios. The analysis supports the reduction in the fixed-rate share to 60 per cent, indicating net annual cost savings could reach up to $500 million, on average, when the 60-per-cent debt structure is in place, compared to the previous two-thirds target.

Compared to a two-thirds debt structure, the lower fixed-rate structure will raise the Government's short-term exposure to adverse movements in interest rates. For example, a 100-basis-point increase in interest rates along the entire yield curve would raise federal net debt-servicing costs by $1.4 billion in the first year with a 60-per-cent fixed-rate structure, compared to $1.1 billion for the current debt structure. By comparison, the impact of the same interest rate shock was estimated at $1.8 billion in the mid-1990s.

However, the analysis also reconfirms that it is highly unlikely that the additional debt costs stemming from a severe interest rate shock would disrupt the budget plan in a given fiscal year due to the cushion built into the budgetary framework and Canada's lower debt level. Over time the additional costs of an interest rate shock would be more than offset by the savings associated with a lower fixed-rate structure.

The Government will continue to review the structure of the debt on an annual basis to determine whether adjustments are appropriate given the objectives of keeping costs low and maintaining market liquidity in a declining debt environment. Specifically, in 2004–05 the Government will evaluate the mix of net issuance among the four key bond maturities (2, 5, 10 and 30 years) and its impact on the average term to maturity and on costs. The potential for a better integration of debt management policies and the fiscal-planning framework will be examined to assess the utility and feasibility of setting a debt structure target that aids in the management of the overall budget balance.

Maintaining A Well-Functioning Market

As the sovereign and the largest borrower in the Canadian fixed-income marketplace, the Government has a major interest in sustaining a liquid and efficient market for Government of Canada securities for the purpose of providing stable low-cost funding. A liquid and efficient government securities market also provides key pricing and hedging tools for market participants, thereby contributing to the effective functioning of the broader fixed-income market.

In developing its debt program plans, the Government conducts extensive consultations with market participants. In developing the debt management strategy for 2004–05, the Government consulted with market participants on two occasions: once on issues related to the Government's real return bond program and once on wider issues related to the debt program. The results of these consultations are incorporated in the following section, which describes detailed initiatives being undertaken in 2004–05 to maintain and enhance operational effectiveness in the areas of domestic debt, cash and reserves management. For further information, detailed reports on topics of discussion and views received from market participants are posted on the Bank of Canada's Web site at www.bankofcanada.ca.

As in past years, the Government plans to consult further with market participants on potential adjustments to debt program plans during the 2004–05 fiscal year. Discussion papers and reports on these future consultations will be posted on the Bank of Canada's Web site following the consultations.

2004–2005 Debt Strategy Action Plan and Intended Results

Debt Structure

Objective: *Gradually reduce the fixed-rate share of debt from two-thirds to 60 per cent by 2007–08.*

Action for 2004–05:	Intended Result:
Continue to reduce the fixed-rate share of debt towards the 60-per-cent target.	➔ Achieve lower debt charges, while continuing to prudently mitigate the risk to the budget framework.
Increase the size of the Treasury bill program from $110 billion-$115 billion in 2003–04 to approximately $130 billion in 2004–05.	➔ Facilitate market adjustment to changes in the bond and Treasury bill programs.
Issue about $36 billion of bonds in 2004–05, $4 billion less than in 2003–04. Due to large bond maturities and continued cash management bond buyback operations, the bond stock is expected to decrease by some $16 billion.	
Continue bond buybacks at a planned level of about $11 billion, as in 2003–04.	
Maintain a stable maturity profile.	➔ Limit the need to refinance a large portion of debt in any given period and help maintain stability in debt programs over time.

Domestic Debt Programs

Objective: *Maintain diversified sources of funding and a well-functioning market.*

Action for 2004–05:	Intended Result:
Continue regular issues of marketable bonds in four maturity sectors, Treasury bills in three maturity sectors and a long-dated index-linked bond.	➔ Keep costs low and mitigate funding risk by diversifying borrowing across investor segments, instruments and maturities.
Continue to borrow on a pre-announced basis, seek input from market participants on major adjustments to programs, and provide timely notices of government policy decisions.	➔ Maintain transparency and efficiency.
Maintain current benchmark target sizes for 2-, 5-, 10- and 30-year bonds.	➔ Maintain a liquid market for on-the-run issues and building-benchmark issues.
Maintain issuance of real return bonds, with issuance equal to or marginally higher than in previous years.	➔ Continue the Government's commitment to the real return bond program to help diversify its product and investor base on a cost-effective basis.
Beginning April 1, 2004, change turnaround time for auctions and buybacks to a best efforts basis.	➔ Enhance the bidding process and participation.
Expand the basket of bonds eligible for 10-year cash and switch buybacks to include more longer-dated maturities.	➔ Promote liquidity by reaching target benchmark sizes within a one-year cycle.
Maintain the switch buyback program on an ongoing basis.	➔ Promote liquidity by helping build benchmarks within a reasonable time frame.
Maintain the pilot 10:30 a.m. timing for Treasury bill auctions and 11:15 a.m. timing for cash management bond buybacks on an ongoing basis.	➔ Support participation in these operations.

Foreign Reserves and Debt Programs

Objective: *Improve the cost-effectiveness of funding foreign reserve assets.*

Action for 2004–05:

Continue to use cross-currency swaps for the majority of reserves funding.

Intended Result:

- Keep the cost of carrying reserve assets low.

2004–2005 Debt Strategy Plan

Domestic Debt Programs

Modifications to debt programs in 2004–05 will continue the orderly adjustment toward the new debt structure target. In this context, the Government will focus on the maintenance of a well-functioning market.

In particular, starting April 1, 2004, the Government will reduce the turnaround time for auctions and buyback operations from a fixed time to a "best efforts basis" (i.e. when ready). Turnaround times for auctions and buybacks are expected to decline to about 5 and 10 minutes respectively. Release times will vary from operation to operation, subject to a maximum turnaround time for auctions and buybacks of 10 and 15 minutes respectively. The Government will continue to take steps in the fiscal year to streamline these operations to further reduce turnaround times. Reducing the turnaround time will reduce the market risk for market participants, further enhancing the efficiency of the auction and buyback process. Market participants support this change in turnaround time.

Fixed-Coupon Marketable Bond Program

Gross bond program issuance in 2004–05 is planned to be about $36 billion, $4 billion less than in 2003–04. Net bond issuance of about $25 billion will also be moderately lower than in 2003–04. Taking into account bond maturities and cash management bond buyback operations during the year, the stock of bonds is expected to decline from $257 billion to about $241 billion.[1]

In 2004–05 the Government will continue to hold quarterly auctions of 2-, 5- and 10-year bonds and semi-annual auctions of 30-year bonds. As in previous years, a quarterly calendar of auctions will be posted on the Bank of Canada Web site before the start of each quarter.

The 2-, 5-, 10- and 30-year benchmark target sizes will remain unchanged from last year (2-year bonds: $7 billion to $10 billion, 5-year bonds: $9 billion to $12 billion, 10-year bonds: $10 billion to $14 billion, and 30-year bonds: $12 billion to $15 billion). The benchmark sizes will be achieved through reopenings (where a particular bond issue is sold at several auctions) and switch buyback operations until the benchmark target size is reached.

During the recent round of debt strategy consultations, market participants suggested that the sizes of nominal bond auctions are approaching their lower limit, particularly in the 10- and 30-year maturities, and that structural adjustments to the bond program may be required in the years ahead.

[1] Regular bond buybacks do not affect the stock of bonds, as the program supports the issuance of new benchmark bonds.

A list of outstanding Government of Canada bonds, including their maturity dates, is contained in the 2002–03 *Debt Management Report*, which is available on the Department of Finance Web site at www.fin.gc.ca. The list will also be available in the forthcoming annual publication, *Summary of Government of Canada Direct Securities and Loans*, which will be posted on the Bank of Canada's Web site at www.bankofcanada.ca.

Bond Buyback Program

The Government conducts two types of bond buyback operations: regular bond buybacks and cash management bond buybacks. Regular bond buybacks permit the maintenance of a liquid new bond issue program by buying existing bonds with a remaining term to maturity from 1 to 25 years. These buyback operations are sizeable and play a strategic role in maintaining an active new issue bond program. The second kind of buyback program, cash management bond buybacks, aids in the management of the Government's cash balances by repurchasing bonds maturing within the next 18 months.

Regular Bond Buyback Operations

Bond buyback operations can be conducted on a cash or switch basis. Bond buyback operations on a cash basis involve the exchange of less liquid bonds for cash and are conducted shortly after auctions of similar maturity bonds. Bond buyback operations on a switch basis involve the exchange of less liquid bonds for new issue bonds on a duration-neutral basis and are conducted at other times in each quarter.

Consultations with market participants indicated broad support for both the cash and switch buyback programs as a way of helping to maintain liquidity and new issuance of Government of Canada securities. Market participants suggested that it might be increasingly difficult to conduct large-scale buyback operations in the future due to the shrinking pool of eligible bonds to buy back.

The Government plans to conduct about $11 billion in bond buyback operations in 2004–05, similar to 2003–04. The amount of buybacks on a switch basis will be decreased by approximately $1 billion to roughly $4 billion, while cash buybacks will be increased by about $1 billion to nearly $7 billion. The quarterly maximum repurchase target amounts for the regular bond buyback program and the timing of each operation will be announced through the quarterly bond auction calendar published by the Bank of Canada at www.bankofcanada.ca.

To supplement buyback operations in the 10-year sector, starting April 1, 2004, bonds included in the basket of eligible bonds for buyback operations in the 30-year sector will also be included in the basket of eligible bonds for buyback operations in the 10-year sector.

To broaden participation in buyback operations, buybacks on a switch basis were introduced on a pilot basis in December 2001 with the first operation conducted in February 2002. During debt strategy consultations, market participants expressed strong support for the switch program. From the Government's perspective, the program is successfully meeting its objectives and, therefore, it will be maintained on an ongoing basis.

Cash Management Bond Buybacks (CMBBs)

To reflect market participants' preference for CMBB operations to follow Treasury bill auctions, the timing of CMBB operations was moved from 10:30 a.m. to 11:15 a.m. on a trial basis effective June 17, 2003. Based on positive comments received during 2004–05 debt strategy consultations, this timing will be maintained on an ongoing basis.

Real Return Bonds (RRBs)

In light of the evolution in the macroeconomic environment and the consequent change in the target debt structure to a lower fixed-rate share, the Government announced in the 2003–04 *Debt Management Strategy* that it would assess the RRB program as a method of funding for the Government of Canada.

Over the 2003–04 fiscal year, the Department of Finance and the Bank of Canada examined both the program's performance in achieving its stated objectives and the program's future value in the domestic debt program.

In addition to the internal review the Government sought the views of market participants on the RRB program. The Bank of Canada published a consultation document[2] and a cost-effectiveness study.[3] During consultations the Government spoke with over 50 different parties, including institutional investors, primary dealers and pension consultants. The Government also received a number of comments from various interested parties via e-mail. A summary of these consultations was published on the Bank of Canada Web site.[4]

The review found that the program has generally fulfilled its stated objectives. It found that global sovereign issuance of inflation-indexed securities has increased in recent years and that demand for RRBs continues. In the context of ongoing debt program adjustments, continued RRB issuance levels at around current levels over the next few years should not be an immediate constraint on maintaining issuance levels in nominal bond sectors and would have very little effect on the move to a lower fixed-rate share.

As a result of the review, the Government will maintain the RRB program, with expected issuance equal to or marginally higher than the $1.4 billion issued in 2003–04.

[2] See http://www.bankofcanada.ca/en/notices_fmd/consult03.htm.
[3] See http://www.bankofcanada.ca/en/notices_fmd/rrb2003.htm.
[4] See http://www.bankofcanada.ca/en/notices_fmd/market_consult03.htm.

Treasury Bill Program

Based on the budget outlook and plans for attaining the 60-per-cent target for the fixed-rate portion of the debt, the stock of Treasury bills is expected to increase by $15 billion-$20 billion to about $130 billion by the end of 2004–05.

To encourage participation by a broader range of market participants and to reflect market participants' preferences, the timing of Treasury bill auctions was changed from 12:30 p.m. to 10:30 a.m. effective June 17, 2003. Based on positive comments received during the 2004–05 debt strategy consultations, this timing will be maintained on an ongoing basis.

Cash management bills (i.e. short-dated Treasury bills) help the Government manage its cash requirements in an efficient manner. The Government intends to continue to actively use cash management bills in 2004–05.

Domestic Market Development

The Department of Finance and the Bank of Canada have an ongoing dialogue with market participants and regulators on the development of the fixed-income market in Canada. Discussions are expected to continue to focus on the development and regulation of electronic trading systems in fixed-income securities. Electronic trading systems, which have recently appeared in Canada, have the potential to improve the transparency and efficiency of the market.

Retail Debt Program

In 2004–05 the Government will continue to focus on cost reduction, keeping the non-marketable retail debt portfolio and costs aligned with a declining debt environment. Retail debt instruments are available through financial institutions, through employer sponsoring organizations, and directly by telephone or through the Canada Investment and Savings Web site at www.csb.gc.ca.

Management of the Government's Cash Balances

The Government of Canada manages its cash balances in order to ensure that it has sufficient cash on hand to meet its operating and liquidity requirements. The cash balances are invested through auctions twice daily.

The bulk of the cash balances are invested through a morning auction. The Government implemented a new framework in September 2002 to bring its operations in line with the best practices of other governments and market participants.

Under the new framework, the morning auction incorporates a credit management system, using credit ratings, credit lines and collateral arrangements to manage credit risk, and a broad list of eligible counterparties to encourage more competitive bidding at the auctions.

The afternoon auction is used to invest the Government's residual cash balances. This auction is uncollateralized and is limited to Large Value Transfer System participants.

No major change is planned to the cash management framework in 2004–05.

Foreign Reserves Debt Programs

The Government holds foreign exchange reserve assets in the Exchange Fund Account to provide foreign currency liquidity and to provide the funds needed to help promote orderly conditions for the Canadian dollar in the foreign exchange markets. Further details on the management of international reserves are available in the *Annual Report to Parliament on the Operations of the Exchange Fund Account*, which is available on the Department of Finance Web site at www.fin.gc.ca.

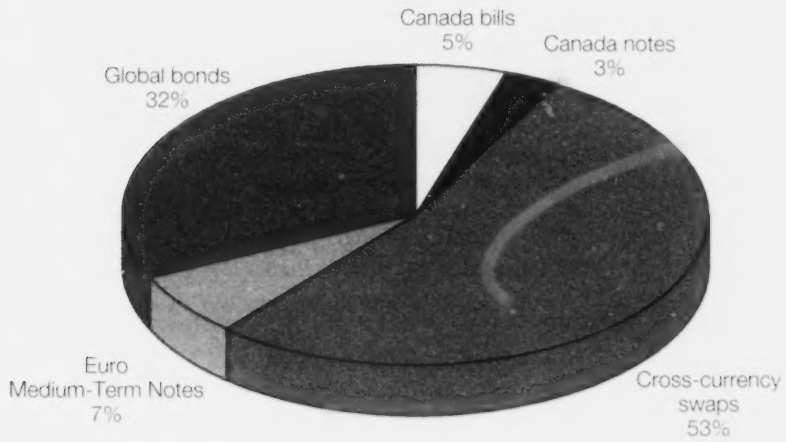
The Government's foreign currency reserves are funded through foreign currency liabilities. The foreign currency reserve assets, and liabilities financing those assets, are managed on a portfolio basis, based on many of the same principles used by other sovereigns and private sector financial institutions, including prudent risk management principles.

Funding Sources

The Government has access to a wide range of sources to fund its foreign currency assets. These sources include a short-term US-dollar paper program, medium-term note issuance in various markets, cross-currency swaps of domestic obligations, international bond issues, and purchases of US dollars in foreign exchange markets. Cross-currency swaps have proven to be a particularly cost-effective alternative and have been actively used in recent years.

In 2004–05 the precise mix of funding sources will depend on a number of considerations, including relative cost, market conditions and opportunities, and the desire to maintain a prudent foreign currency denominated debt maturity structure. It is expected that cross-currency swaps of domestic obligations will continue to be the primary source of reserve funding. Chart 2 shows the expected composition of foreign currency liabilities at March 31, 2004.

Chart 2
Forecast Composition of Foreign Currency Liabilities
March 31, 2004



Source: Department of Finance.

Risk Management

The Government has in place a comprehensive risk management framework for identifying and managing treasury risk, including market, credit, operational and legal risks related to the financing and investment of the foreign exchange reserves. Standards for risk control are high, market risks are immunized and high standards of credit quality and portfolio diversification are followed.

The Government's risk management policies call for prudent management of treasury risks based on best practices. In recent years the Government has continued to further strengthen its risk management framework by implementing collateral management frameworks for its Receiver General AM auctions, cross-currency swap program, and US-dollar deposit program. Collateral management systems are increasingly the norm in capital markets as a way of managing risk. Under the frameworks, high-quality collateral (e.g. cash, securities) is posted to the Government when its credit exposure to financial institution counterparties exceeds specified limits.

Glossary

accumulated deficit: Total liabilities less financial and non-financial assets.

asset liability management: A systemic investment decision-making framework that is used to concurrently manage a portfolio of assets and liabilities.

average term to maturity: The average time remaining before debt matures, taking only principal amounts into account.

basis point: One-hundreth of a percentage point (0.01 per cent).

benchmark bond: Specific issue outstanding within each class of maturities. It is considered by the market to be the standard against which all other bonds issued in that class are evaluated.

budgetary surplus: Occurs when government annual revenues exceed annual budgetary expenses. A deficit is the shortfall between government revenues and budgetary expenses.

buyback on a cash basis: The repurchase of bonds for cash. Used to maintain the size of auctions and new issuance.

buyback on a switch basis: The exchange of outstanding bonds for new bonds in the current building benchmark.

Canada bill: Promissory note denominated in US dollars, issued for terms of up to 270 days. Canada bills are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

Canada note: Promissory note usually denominated in US dollars and available in book-entry form. Canada notes can be issued for terms of nine months or longer, and can be issued at a fixed or a floating rate. Canada notes are issued for foreign exchange reserve funding purposes only.

Canada Premium Bond: A non-marketable security instrument issued by the Government of Canada, which is redeemable once a year on the anniversary date or during the 30 days thereafter without penalty.

Canada Savings Bond: A non-marketable security instrument issued by the Government of Canada, which is redeemable on demand by the registered owner(s), and which, after the first three months, pays interest up to the end of the month prior to cashing.

Contingency Reserve: Is included in the budget projections primarily to cover risks arising from unavoidable inaccuracies in the models used to translate economic assumptions into detailed budget forecasts, and unpredictable events. If not needed, it is used to pay down the public debt.

Cost at Risk: A measure based on the statistical distribution of debt charges that enables risk to be quantified in terms of the maximum costs that could occur within a specified probability range in a particular year.

cross-currency swap: An agreement that exchanges one type of obligation for another involving different currencies and the exchange of the principal amounts and interest payments.

duration: Weighted average term to maturity of a bond's cash flow, used as a measure of interest rate sensitivity.

electronic trading system: An electronic system that provides real-time information about securities and enables the user to execute financial trades.

Exchange Fund Account: A fund maintained by the Government of Canada for the purpose of promoting order and stability of the Canadian dollar in the foreign exchange market. This function is fulfilled by purchasing foreign exchange (selling Canadian dollars) when there is upward pressure on the value of the Canadian dollar and selling foreign exchange (buying Canadian dollars) when there is downward pressure on the currency.

financial requirement/source: Measures the difference between cash coming in to the Government and cash going out. In the case of a financial requirement, if cash on hand is not used, it is the amount of new borrowing required from outside lenders to meet the Government's financing needs in any given year.

fixed-rate debt: The share of the gross debt that is maturing or being repriced in more than 12 months.

fixed-coupon marketable bond: Market debt instrument issued by the Government of Canada and sold via public tender. These issues have a specific maturity date and a specified interest rate. All Canadian-dollar marketable bonds pay a fixed rate of interest semi-annually and are non-callable. They are transferable and hence can be traded in the secondary market.

fungible bond: A bond that has the same financial attributes as another. Fungible bonds are interchangeable.

government securities distributor: Member of a group of investment banks and dealers, through which the Government distributes Government of Canada Treasury bills and marketable bonds.

gross public debt: Total amount the Government owes. It consists of market debt in the form of outstanding securities such as Treasury bills, marketable bonds and Canada Savings Bonds, non-market debt owed mainly to the superannuation accounts for government employees, and other current liabilities.

interest-bearing debt: Consists of unmatured debt, or market debt, and the Government's liabilities to internally held accounts such as federal employees' pension plans.

marketable debt: Market debt that is issued by the Government of Canada and sold via public tender or syndication. These issues can be traded between investors while outstanding.

market debt: For debt management purposes, market debt is defined as the portion of debt that is funded in the public markets, and consists of marketable bonds, Treasury bills, retail debt (primarily Canada Savings Bonds), foreign currency denominated bonds and bills, as well as bonds issued to the Canada Pension Plan.

market transparency: Within the context of debt management, characterization of a bond market where debt management strategies and operations are known and well understood by market participants.

net debt: Gross debt, net of financial assets.

non-marketable debt: Market debt that is not tradeable and that is issued to retail investors (Canada Savings Bonds and Canada Premium Bonds).

non-market debt: Consists of the Government's internal debt, which is, for the most part, federal public sector pension liabilities and the Government's current liabilities (such as accounts payable, accrued liabilities, interest payments and payments of matured debt).

primary market: The market in which securities are initially sold or offered.

real return bond (RRB): Government of Canada RRBs pay semi-annual interest based upon a real interest rate. Unlike standard fixed-coupon marketable bonds, interest payments on RRBs are adjusted for changes in the Consumer Price Index.

secondary market: The market in which previously issued securities are traded, as distinguished from the new issue or primary market.

sovereign market: Market for the debt issued by a government.

Treasury bill: Short-term obligation sold by public tender. Treasury bills with terms to maturity of 3, 6 or 12 months are currently auctioned on a biweekly basis.

turnover ratio: Volume of securities traded as a percentage of total securities outstanding.

yield curve: Graph based on the term structure of interest rates, plotting the yield of all bonds of the same quality with maturities ranging from the shortest to longest term available.

Stratégie de gestion de la dette

2004-2005

Canada

STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE

2004-2005

Ministère des Finances Canada
Department of Finance Canada

Dans la présente publication, les termes du genre masculin utilisés pour désigner des personnes englobent à la fois les femmes et les hommes.

© Sa Majesté la Reine du chef du Canada (2004)
Tous droits réservés

Toute demande de permission pour reproduire ce document doit être adressée à Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

On peut obtenir des exemplaires en s'adressant au :

Centre de distribution
Ministère des Finances Canada
Bureau P-135, tour Ouest
300, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G5

Téléphone : (613) 995-2855
Télécopieur : (613) 996-0518

Également diffusé sur Internet à www.fin.gc.ca

This document is also available in English.

N° de cat. : F1-30/2004F
ISBN 0-662-33754-9

Table des matières

Avant-propos du ministre des Finances 5

Objet du présent document 7

Faits saillants de la stratégie de la dette pour 2004-2005 9

Cadre de gestion des fonds 11

Contexte de gestion de la dette 13

Stratégie de gestion de la dette pour 2004-2005 20

Plan d'action pour la stratégie de gestion de la dette en 2004-2005 et résultats attendus 23

Plan de la stratégie de gestion de la dette pour 2004-2005 23

Glossaire 36

Avant-propos du ministre des Finances

Je suis heureux de déposer devant le Parlement la *Stratégie de gestion de la dette* du gouvernement du Canada pour l'exercice 2004-2005. Ce document contient des renseignements détaillés sur la stratégie de la dette du gouvernement et sur les objectifs visés pour l'exercice à venir.

L'engagement à l'égard de la prudence qui oriente la gestion financière du Canada a constitué le fondement de ses récents succès économiques et stratégiques, et lui a permis de résister à un certain nombre de chocs économiques imprévus en 2003. Le gouvernement a récemment déposé un septième budget équilibré consécutif, et le Canada est le seul pays du Groupe des Sept (G-7) qui devrait afficher un budget équilibré en 2004. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques, le fardeau de la dette du Canada devrait être le moins élevé parmi les pays du G-7 en 2004.

Les avantages découlant de cette approche rigoureuse sont nombreux. Les excédents fédéraux continus nous ont permis de réduire la dette fédérale de plus de 52 milliards de dollars depuis l'atteinte de l'équilibre budgétaire en 1997-1998. En conséquence, le ratio de la dette fédérale au PIB (produit intérieur brut) est passé de 68 % en 1995-1996 à 44 % en 2002-2003. Cette réduction du fardeau de la dette fédérale a permis d'abaisser les frais d'intérêt de 3 milliards de dollars par année, des économies qui peuvent être investies dans des secteurs prioritaires pour les Canadiennes et les Canadiens.

Toutefois, malgré ces progrès durement accomplis, les frais d'intérêt demeurent notre plus grand poste budgétaire, comptant pour 21 cents de chaque dollar de revenu que le gouvernement a reçu en 2002-2003. Compte tenu du défi émergent que pose le vieillissement de la population, nos efforts de réduction de la dette doivent se poursuivre. C'est pourquoi le budget de 2004 a pour objectif de réduire le ratio de la dette fédérale au PIB en le faisant passer à 25 % d'ici 10 ans.

C'est uniquement grâce à une saine gestion financière que le Canada peut favoriser un niveau de vie plus élevé et une meilleure qualité de vie aujourd'hui et pour les générations à venir. Le présent gouvernement demeure déterminé à prendre les mesures nécessaires pour assurer la prospérité à long terme de tous les Canadiens.

L'honorable Ralph Goodale, c.p., député
Ministre des Finances
Ottawa, mars 2004

Objet du présent document

La *Stratégie de gestion de la dette*, un document publié chaque année par le ministère des Finances, contient des renseignements sur les objectifs et les stratégies du gouvernement du Canada en matière de gestion de l'encours de la dette négociable et des actifs financiers, ces objectifs et stratégies étant situés dans leur contexte budgétaire.

Le gouvernement publie un document complémentaire, le *Rapport sur la gestion de la dette*, qui expose les opérations de gestion de la dette du gouvernement au cours de l'exercice passé et fournit des renseignements détaillés sur les grandes initiatives stratégiques et sur l'encours de la dette. Ce document est rendu public chaque année, peu après le dépôt des Comptes publics.

Point central de la stratégie de la dette fédérale

La stratégie de la dette se concentre sur la gestion de la dette négociable et des actifs financiers liquides du gouvernement du Canada.

Au 31 mars 2003, le gouvernement avait une dette contractée sur les marchés de 439,8 milliards de dollars, qui se composait d'obligations, de bons du Trésor, de titres au détail, de titres d'emprunt en devises et d'obligations du Régime de pensions du Canada, ainsi que des actifs financiers liquides de 65,5 milliards de dollars composés d'encaisses intérieurs et d'éléments d'actifs en monnaie étrangère.

	(G$CAN)
Dette négociable	
Payable en monnaie canadienne	
Obligations négociables (obligations à taux fixe avec échéance à 2, à 5, à 10 et à 30 ans, et obligations à rendement réel avec échéance à 30 ans)	288,2
Bons du Trésor (titres à coupon zéro avec échéance à 3, à 6 et à 12 mois)	104,4
Titres au détail (obligations d'épargne du Canada et obligations à prime du Canada)	22,6
Obligations du Régime de pensions du Canada	3,4
Payable en monnaie étrangère	
Obligations négociables (obligations à taux fixe émises en dollars américains et en d'autres monnaies)	14,0
Bons du Canada (titres à coupon zéro avec échéance à 1 et à 9 mois)	2,6
Billets de monnaie étrangère (billets du Canada et eurobillets à moyen terme)	4,5
Actifs financiers liquides	
Encaisse	16,5
Réserves de change	49,0

Faits saillants de la stratégie de la dette pour 2003-2004

- Le gouvernement continuera de chercher à ramener progressivement la part de la dette à taux fixe des deux tiers en 2002-2003 à 60 % en 2007-2008 pour réduire les frais de service de la dette tout en conservant une structure prudente pour la dette.

- Avec l'adoption d'une nouvelle cible pour la structure de la dette, le maintien du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada demeure un objectif clé de la stratégie de gestion de la dette.

- Ainsi, la modification de la structure de la dette continuera de se faire progressivement surtout au moyen de l'augmentation de l'encours des bons du Trésor et de la réduction du programme obligataire.
  - La taille du programme des bons du Trésor sera portée de 110 à 115 milliards de dollars à la fin de 2003–2004 à près de 130 milliards d'ici la fin de 2004-2005.
  - Le montant total des obligations négociables qui seront émises en 2004-2005 se chiffrera à environ 36 milliards de dollars, soit un peu moins qu'en 2003-2004. Les émissions nettes d'obligations atteindront à peu près 25 milliards de dollars, également un peu moins qu'en 2003-2004.
  - Les rachats d'obligations devraient totaliser quelque 11 milliards de dollars, soit à peu près le même niveau qu'en 2003-2004.
  - L'encours des obligations diminuera, passant de 257 milliards de dollars à environ 241 milliards en raison des obligations arrivant à échéance et de la poursuite des opérations de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie.

- Le gouvernement a revu le programme des obligations à rendement réel et le projet pilote des rachats assortis d'une conversion de titres en 2003-2004, et il annonce les mesures suivantes :
  - Les obligations à rendement réel demeureront un élément du programme de la dette du gouvernement; le montant des émissions en 2004-2005 sera équivalent, ou légèrement supérieur, à celui des années précédentes.
  - Le programme des rachats assortis d'une conversion de titres demeurera un outil permanent de gestion de la dette.

- Pour stimuler le processus d'adjudication et la participation aux emprunts sur le marché intérieur :
  - À compter du 1er avril 2004, avec l'appui des participants au marché, les résultats des adjudications et des rachats seront publiés, dans les meilleurs délais possibles (c'est-à-dire, lorsqu'ils sont prêts). Les délais pour les adjudications et les rachats devraient diminuer, et passer à cinq et à 10 minutes respectivement. Les délais de publication varieront d'une transaction à l'autre et seront assujettis à un délai maximum pour les adjudications et les rachats de 10 et de 15 minutes respectivement. Au cours de l'exercice, le gouvernement continuera de prendre des mesures pour rationaliser ces transactions afin de réduire davantage les délais.
  - L'horaire des adjudications de bons du Trésor et des rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie en matinée instauré en juin 2003 sera maintenu.

Cadre de gestion des fonds

La gestion des fonds du gouvernement du Canada regroupe une large gamme d'activités se rapportant à l'émission de titres d'emprunt et à la gestion d'actifs financiers liquides par le gouvernement. L'objectif de viabilité financière du gouvernement exige notamment une gestion prudente et efficace des fonds. En raison de la nature et de l'ampleur des activités de gestion des fonds, la gestion des titres d'emprunt et de la trésorerie sur le marché intérieur et la gestion des réserves de change visent des objectifs distincts.

Objectifs de la gestion des titres d'emprunt et de la trésorerie sur le marché intérieur

L'objectif fondamental de la gestion des titres d'emprunt et de la trésorerie sur le marché intérieur consiste à offrir à l'État un financement stable à faible coût qui lui permet de s'acquitter de ses obligations financières et de répondre à ses besoins de liquidité. Les principaux objectifs stratégiques consistent à conserver une structure prudente pour la dette, à maintenir et à accroître l'efficacité du marché pour les titres du gouvernement du Canada, et à maintenir un bassin diversifié d'investisseurs.

Principes de la gestion des titres d'emprunt et de la trésorerie sur le marché intérieur

Pour atteindre ces objectifs, le gouvernement du Canada gère ses activités selon une série de principes clés.

- Prudence : Le gouvernement gère la structure de la dette afin de protéger la situation budgétaire du gouvernement des hausses imprévues des taux d'intérêt et de limiter les besoins de refinancement. Il gère la position de trésorerie du receveur général de manière à assurer le maintien de liquidités suffisantes à un coût raisonnable pour le gouvernement.
- Coût-efficacité : Le gouvernement utilise différents instruments de financement, prévoit un éventail d'échéances et mise sur un bassin diversifié d'investisseurs.
- Maintien du bon fonctionnement du marché : Le gouvernement met l'accent sur la transparence, la liquidité et la régularité dans le cadre de l'élaboration et de la mise en œuvre des programmes d'emprunts sur le marché intérieur, de manière à assurer le bon fonctionnement du marché intérieur. Il travaille de concert avec les participants au marché et les organismes de réglementation afin d'accroître l'intégrité du marché des titres du gouvernement du Canada et d'attirer les investisseurs.
- Consultations : Le gouvernement s'efforce d'obtenir les commentaires des participants au marché concernant les principales modifications des programmes d'emprunt et de gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral.
- Pratiques exemplaires : Le gouvernement veille à ce que son cadre opérationnel et ses pratiques correspondent aux pratiques exemplaires des emprunteurs souverains comparables et du secteur privé.

Objectif de la gestion des réserves de change

La gestion des réserves de change vise à maintenir des réserves en devises, y compris les fonds nécessaires pour favoriser le maintien de conditions favorables pour le dollar canadien sur les marchés de change.

Principes de gestion des réserves de change

Pour réaliser cet objectif, le gouvernement du Canada gère ses réserves de change selon une série de principes clés.

- Prudence : Le gouvernement maintient à un niveau adéquat les réserves investies dans des actifs très liquides de haute qualité. Il gère les réserves en vertu d'un cadre qui repose sur l'appariement des passifs et des actifs en devises pour atténuer les risques de change et de taux d'intérêt, et qui contrôle le risque de crédit grâce à la diversification.
- Coût-efficacité : Le gouvernement minimise le coût du portage des réserves (c'est-à-dire, l'écart entre l'intérêt payé sur les passifs en devises et l'intérêt gagné sur les actifs en devises).
- Consultations : Le gouvernement s'efforce d'obtenir les commentaires des participants au marché concernant les principales modifications du programme de gestion des réserves étrangères.
- Pratiques exemplaires : Le gouvernement veille à ce que son cadre opérationnel et ses pratiques correspondent aux pratiques exemplaires des emprunteurs souverains comparables et du secteur privé.

Contexte de gestion de la dette

Perspectives financières

Solde budgétaire

La politique financière du gouvernement énonce le contexte dans lequel s'effectue la gestion de la dette. Le gouvernement a dégagé des excédents budgétaires lors de chacun des six derniers exercices et a réduit la dette fédérale (déficit accumulé) de 52,3 milliards de dollars. Comme il l'a annoncé dans le budget de mars 2004, le gouvernement est déterminé à déposer des budgets équilibrés ou excédentaires en 2003-2004 et lors de chacun des deux exercices suivants.

La réserve pour éventualités et la réduction de la dette

Chaque année, le gouvernement du Canada met de côté une réserve pour éventualités de 3 milliards de dollars afin de se prémunir contre les risques découlant de circonstances imprévues et des écarts observés par rapport à la planification budgétaire. Si elle n'est pas utilisée, la réserve pour éventualités servira à réduire la dette fédérale.

Conjugué à la croissance économique prévue, le ratio de la dette au PIB – le niveau de la dette par rapport aux revenus annuels de l'État – demeure sur une trajectoire descendante. Selon la comptabilité d'exercice, la dette fédérale (le déficit accumulé) exprimée en pourcentage de l'économie devrait être ramenée à 42 % en 2003-2004, après avoir atteint un sommet de 68,4 % en 1995-1996. Compte tenu de l'engagement du gouvernement de déposer des budgets équilibrés lors de chacun des deux exercices suivants, ce pourcentage devrait chuter aux alentours de 38 % d'ici 2005-2006.

Pour ce qui est de la comparaison du fardeau de la dette avec d'autres pays, selon les diverses méthodes servant à comptabiliser le passif national, le fardeau de la dette de l'ensemble des administrations publiques canadiennes est celui qui a baissé le plus rapidement parmi les pays du G-7 depuis le milieu des années 1990. Entre 1995 et 2003, le passif financier net du Canada exprimé en pourcentage du PIB (à l'instar du ratio de la dette au PIB) a reculé de 34,3 points de pourcentage. En conséquence, le fardeau de la dette de l'ensemble des administrations publiques canadiennes est passé du deuxième rang le plus élevé parmi les pays du G-7 à l'avant-dernier rang en 2003. Selon l'OCDE, le fardeau de la dette du Canada devrait être le moins élevé du G-7 en 2004.

Ressources ou besoins financiers

Dans le cadre de la planification de la gestion de la dette, la principale mesure budgétaire se traduit par les ressources ou besoins financiers plutôt que par le solde budgétaire (se reporter à l'encadré de la page suivante). Le solde budgétaire est présenté selon la comptabilité d'exercice intégrale, les revenus et les dépenses étant comptabilisées au fur et à mesure qu'elles sont engagées. En revanche, les

ressources ou besoins financiers sont présentés selon la comptabilité de caisse, qui rend compte des opérations de trésorerie réelles se rapportant aux postes budgétaires de l'exercice en cours et de l'exercice précédent, ainsi que des répercussions de trésorerie des opérations non budgétaires, comme les fluctuations des actifs ou des passifs financiers ou non financiers.

Mesure de la situation financière du gouvernement : Solde budgétaire et ressources ou besoins financiers

Le solde budgétaire et les ressources ou besoins financiers dont fait état la *Stratégie de gestion de la dette* sont fondés sur le cadre comptable utilisé dans les Comptes publics. Ceux-ci fournissent au Parlement des renseignements sur les activités financières du gouvernement, conformément à la *Loi sur la gestion des finances publiques*. Les données sont calculées en fonction de chaque exercice, la date de fin d'exercice étant le 31 mars.

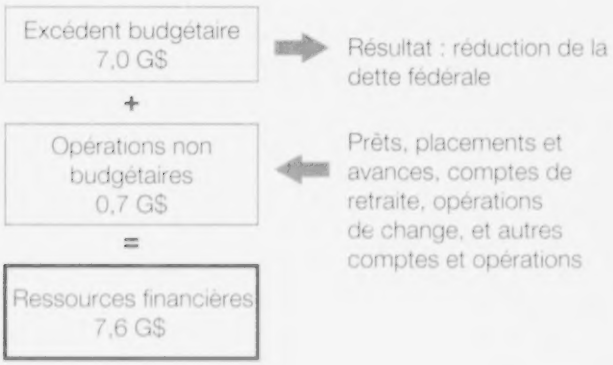
Le solde budgétaire (déficit ou excédent) représente une mesure de la situation financière de l'État. Conformément aux recommandations de la vérificatrice générale du Canada, le gouvernement est passé à la comptabilité d'exercice intégrale en 2002-2003. Ce changement rehausse la transparence et améliore le processus décisionnel en établissant un portrait plus complet des activités gouvernementales qu'aux termes de la comptabilité d'exercice modifiée utilisée auparavant. Dans le cadre de la comptabilité d'exercice intégrale, les revenus et les dépenses sont comptabilisés au fur et à mesure qu'ils sont engagés, sans égard aux flux de trésorerie réels. Pour plus de précisions sur la comptabilité d'exercice, voir le budget de mars 2004 disponible sur le site Web du ministère des Finances à l'adresse www.fin.gc.ca.

Les ressources ou besoins représentent une mesure de la position de trésorerie nette du gouvernement. En revanche, le solde budgétaire comprend aussi les obligations contractées par l'État au cours de l'exercice dont les décaissements correspondants seront effectués lors d'un exercice ultérieur. De façon générale, l'écart entre les ressources ou besoins financiers et le solde budgétaire est attribuable au délai entre l'engagement de fonds pour des postes budgétaires et l'exécution de l'opération de trésorerie correspondante.

Les ressources ou besoins financiers comprennent les décaissements liés à des engagements budgétaires pris au cours de l'exercice actuel ou d'un exercice antérieur. Ils comprennent aussi les opérations visant les prêts, les placements et les avances, les caisses de retraite des fonctionnaires fédéraux, d'autres comptes à fins déterminées, les opérations de change, de même que les variations des autres actifs financiers, des passifs et des actifs non financiers. Ces activités font partie des opérations non budgétaires. Les ressources ou besoins financiers ressemblent beaucoup à la mesure du solde budgétaire unifié utilisée aux États-Unis.

La figure 1 indique les divers éléments du cadre budgétaire du gouvernement pour l'exercice 2002-2003, la dernière année pour laquelle les états financiers des Comptes publics vérifiés sont disponibles.

Figure 1
Ressources financières au 31 mars 2003



Nota – Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

Source : *Rapport financier annuel du gouvernement du Canada (exercice 2002-2003)*, ministère des Finances.

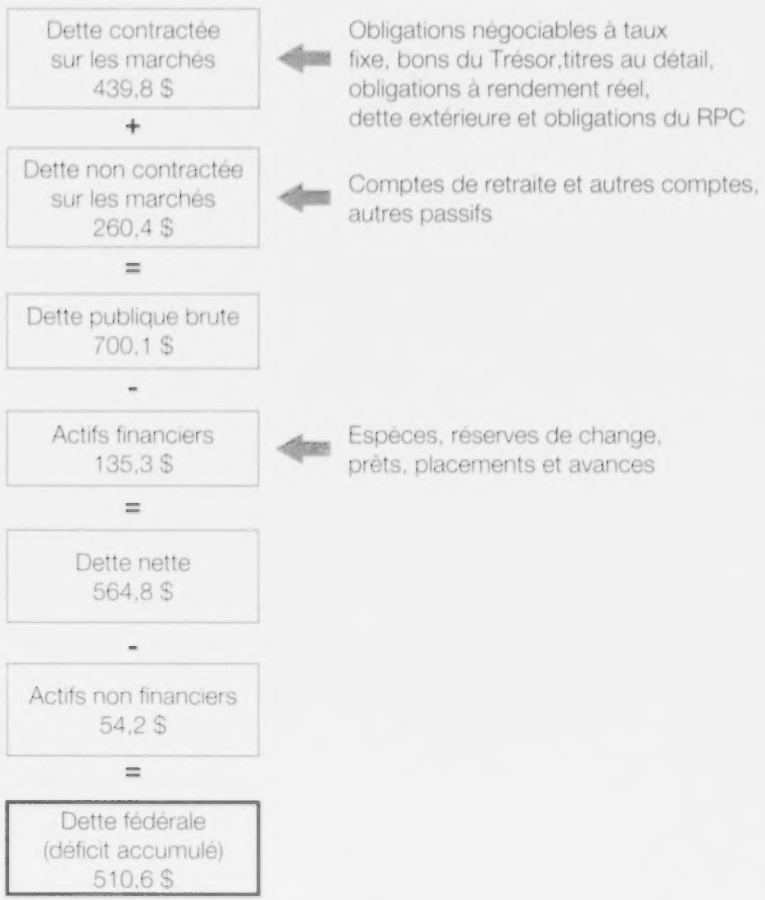
Perspectives concernant le solde financier net

Pour 2003-2004, le gouvernement s'attend à des ressources financières de 2,0 milliards de dollars provenant d'opérations non budgétaires. Il prévoit un besoin financier de 4,5 milliards en 2004-2005, en raison du transfert des soldes de fonctionnement du Régime de pensions du Canada (RPC) actuellement détenus par le gouvernement à l'Office d'investissement du RPC, ainsi que des besoins de prêts, d'investissements et d'avances, et d'immobilisations. Les transferts de fonds du RPC servent à transformer des dettes non contractées sur les marchés en dettes contractées sur les marchés, ce qui crée des besoins de trésorerie mais n'a pas d'incidence sur la dette fédérale.

Composition de la dette

Les opérations de gestion de la dette se concentrent sur la dette contractée sur les marchés du gouvernement du Canada, qui ne constitue qu'un des éléments de la dette publique brute. L'autre élément, la dette non contractée sur les marchés, est pris en compte au moment de planifier la stratégie de la dette, mais il ne fait l'objet d'aucune mesure active de gestion. Parmi les composantes de la dette non contractée sur les marchés, mentionnons les engagements au titre des régimes de retraite du secteur public et les charges à payer du gouvernement. La planification de la stratégie de la dette porte également sur les actifs financiers du gouvernement. La figure 2 montre les rapports entre les composantes de la dette publique pour l'exercice 2002-2003.

Figure 2
Dette publique totale au 31 mars 2003
(G$)

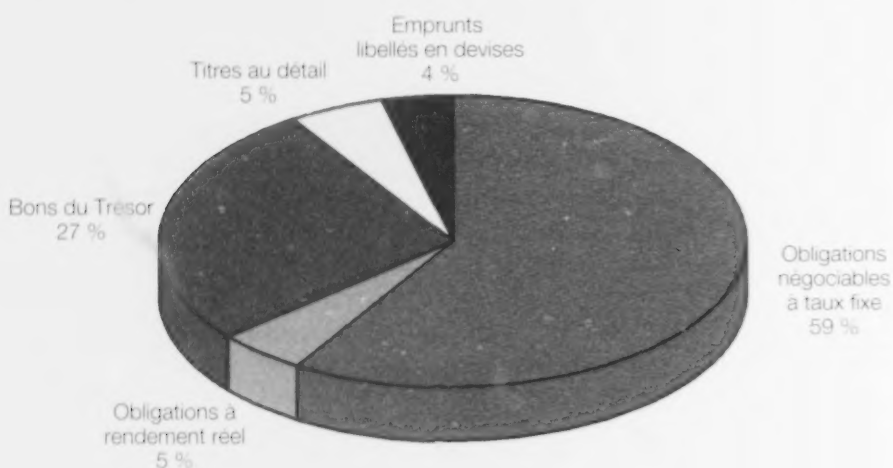

Dette contractée sur les marchés 439,8 $
Obligations négociables à taux fixe, bons du Trésor,titres au détail, obligations à rendement réel, dette extérieure et obligations du RPC
+
Dette non contractée sur les marchés 260,4 $
Comptes de retraite et autres comptes, autres passifs
=
Dette publique brute 700,1 $
-
Actifs financiers 135,3 $
Espèces, réserves de change, prêts, placements et avances
=
Dette nette 564,8 $
-
Actifs non financiers 54,2 $
=
Dette fédérale (déficit accumulé) 510,6 $

Nota – Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

Source : *Rapport financier annuel du gouvernement du Canada (exercice 2002-2003), ministère des Finances*

La dette du gouvernement contractée sur les marchés se compose principalement d'obligations négociables à taux fixe, d'obligations à rendement réel, de bons du Trésor, de titres au détail (obligations d'épargne du Canada, obligations à prime du Canada et titres de placement du Canada) et de titres d'emprunt libellés en devises ainsi que d'obligations émises par le Régime de pensions du Canada. Les actifs financiers du gouvernement se composent des encaisses de fonctionnement, des prêts, des placements et avances ainsi que des réserves de change. Parmi les actifs non financiers se trouvent les terrains, les immeubles et l'infrastructure, ainsi que les véhicules. Le graphique 1 donne la composition prévue de la dette contractée sur les marchés à la fin de 2003-2004.

Graphique 1
Composition prévue de la dette contractée sur les marchés au 31 mars 2004


Emprunts libellés en devises 4 %
Titres au détail 5 %
Bons du Trésor 27 %
Obligations négociables à taux fixe 59 %
Obligations à rendement réel 5 %

Nota : Ne comprend pas les obligations émises au titre du RPC.
Source : ministère des Finances

Perspectives concernant la dette contractée sur les marchés

La dette fédérale a diminué de 7,0 milliards de dollars en 2002-2003, et de 52,3 milliards dans les six derniers exercices. La dette contractée sur les marchés, c'est-à-dire la partie de la dette fédérale qui est contractée sur les marchés de capitaux, a chuté de 2,5 milliards en 2002-2003 et de 37,1 milliards dans les six derniers exercices. Une autre baisse de la dette contractée sur les marchés est prévue en 2003-2004.

Pouvoir d'emprunt

La *Loi sur la gestion des finances publiques* confère au gouvernement le pouvoir permanent de refinancer la dette contractée sur les marchés qui arrive à échéance au cours d'un exercice.

Lorsqu'il désire contracter de nouveaux emprunts, le gouvernement doit obtenir l'autorisation du Parlement en déposant un projet de loi portant sur le pouvoir d'emprunt. Une fois obtenue, cette autorisation d'augmentation des emprunts s'étend habituellement sur le reste de l'exercice et expire au début de l'exercice suivant.

À l'heure actuelle, le pouvoir d'emprunt permanent se limite à une réserve de 4 milliards de dollars prévue par la *Loi sur le pouvoir d'emprunt pour 1996-1997*. Compte tenu de l'impact du transfert prévu des soldes de fonctionnement du Régime de pensions du Canada, le gouvernement pourrait chercher à obtenir une autorisation spéciale d'emprunt pour financer le transfert pas l'émission d'une nouvelle dette contractée sur les marchés. Le besoin d'une autorisation d'emprunt supplémentaire sera envisagée plus tard en 2004-2005, à la lumière de la position financière du gouvernement qui prévaudra à ce moment.

Stratégie de gestion de la dette pour 2003-2004

Concilier prudence et réduction des coûts : la structure de la dette

L'un des principaux objectifs du gouvernement en matière de gestion de la dette consiste à atteindre un équilibre judicieux entre la réduction des coûts de financement et la stabilité de ces coûts. En général, il est moins risqué mais plus onéreux d'emprunter à long terme plutôt qu'à court terme. Le gouvernement maintient une structure prudente de la dette afin de prémunir sa position financière contre les augmentations des taux d'intérêt et de limiter ses besoins annuels de refinancement. L'une des mesures prises à des fins de prudence a trait à l'encours de la dette à taux fixe, c'est-à-dire la part de la dette qui n'a pas besoin d'être refinancée au cours d'une année.

Comme il l'a annoncé dans le budget de 2003, le gouvernement a adopté une nouvelle cible concernant l'encours de la dette à taux fixe. Celle-ci sera ramené des deux tiers à 60 % d'ici 2007-2008 pour réduire les coûts ultérieurs liés à la dette. Le gouvernement est en mesure de réduire la cible en raison d'une amélioration appréciable de la situation économique et financière du Canada ces dernières années. L'inflation au pays est maintenant faible et stable, la dette extérieure a été réduite, et nous affichons un excédent du compte courant, ce qui réduit le risque de surprises causées par les taux d'intérêt. En outre, la réduction de la dette a procuré au Canada une stabilité financière accrue, a réduit sa vulnérabilité aux chocs extérieurs, et lui a permis de reprendre sa cote de crédit AAA. L'encours de la dette à taux fixe sera réduit de manière ordonnée pour donner au marché le temps de s'ajuster aux modifications nécessaires des programmes de la dette.

Comme par le passé, on a utilisé un modèle de simulation pour réévaluer la cible de la structure de la dette. Cette analyse comprend un examen des coûts éventuels de la dette et de leurs variations dans un grand nombre de scénarios de taux d'intérêt. L'analyse appuie la réduction à 60 % de l'encours de la dette à taux fixe, montrant que les économies annuelles nettes pourraient atteindre 500 millions de dollars en moyenne lorsque l'encours de la dette à taux fixe aura été ramené à 60 % comparativement à l'objectif précédent des deux tiers.

En comparaison d'une structure comportant un encours à taux fixe équivalent aux deux tiers de la dette, la structure envisagée entraînera pour le gouvernement une légère hausse du risque à court terme causée par une fluctuation défavorable des taux d'intérêt. Ainsi, une augmentation de 100 points de base des taux d'intérêt le long de la courbe de rendement hausserait les frais de service de la dette de 1,4 milliard de dollars la première année avec un encours de la dette à taux fixe de 60 %, en comparaison de 1,1 milliard avec la structure de la dette actuelle. À titre comparatif, l'incidence de la même augmentation des taux d'intérêt était estimée à 1,8 milliard au milieu des années 1990.

Toutefois, l'analyse reconfirme aussi qu'il est fort peu probable que les coûts additionnels de la dette résultant d'une grande fluctuation des taux d'intérêt exerceraient un effet déstabilisateur sur le plan budgétaire pour un exercice donné en raison du coussin intégré au cadre budgétaire et de la dette moins élevée du Canada. Au fil des ans, ces coûts additionnels seraient plus que compensés par les économies réalisées grâce à la réduction de l'encours de la dette à taux fixe.

Le gouvernement continuera d'examiner la structure de la dette chaque année pour déterminer si des ajustements s'imposent compte tenu de la volonté de maintenir les coûts à de faibles niveaux et de préserver la liquidité du marché en situation de réduction de la dette. Plus précisément, en 2004-2005, le gouvernement évaluera la composition des émissions nettes d'obligations selon les quatre échéances clés (2, 5, 10 et 30 ans), de même que son impact sur l'échéance moyenne et sur les coûts. On examinera la possibilité de mieux intégrer les politiques de gestion de la dette et le cadre de planification financière pour évaluer l'utilité et la faisabilité d'établir un objectif de structure de la dette qui appuie la gestion du solde budgétaire global.

Maintenir le bon fonctionnement du marché

En sa qualité d'État souverain et de plus grand emprunteur sur le marché des titres à revenu fixe, le gouvernement a grand intérêt à assurer la liquidité et l'efficacité du marché afin d'assurer un financement stable et à faible coût des titres du gouvernement du Canada. Un marché efficace et liquide des titres du gouvernement offre également d'importants outils d'établissement des prix et de couverture aux participants au marché, contribuant par le fait même à la vigueur du marché des titres à revenu fixe.

Dans le cadre de l'élaboration de ses plans concernant le programme de la dette, le gouvernement procède à des consultations exhaustives auprès des participants au marché. Pour établir la stratégie de gestion de la dette pour 2004-2005, le gouvernement a consulté les participants au marché à deux reprises : une fois pour discuter de questions liées au programme d'obligations à rendement réel du gouvernement, et l'autre pour aborder des questions plus générales concernant le programme de la dette. Les résultats de ces consultations figurent dans la section suivante, qui décrit les initiatives détaillées qui seront entreprises en 2004-2005 pour maintenir et rehausser l'efficacité opérationnelle dans le domaine de la gestion de la dette intérieure, de la trésorerie et des réserves. Pour plus de précisions, on trouvera des rapports détaillés sur les sujets discutés et sur les observations reçues des participants au marché sur le site Web de la Banque du Canada à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Comme par les années passées, le gouvernement prévoit consulter encore les participants au sujet du rajustement éventuel des plans concernant le programme de la dette au cours de l'exercice 2004-2005. Des documents de travail et des rapports sur ces futures consultations seront affichés sur le site Web de la Banque du Canada après la tenue des consultations.

Plan d'action pour la stratégie de gestion de la dette en 2004-2005 et résultats attendus

Structure de la dette

Objectif : *Ramener graduellement l'encours de la dette à taux fixe des deux tiers à 60 % d'ici 2007-2008.*

Plan d'action pour 2004-2005	Résultats attendus
Continuer de ramener l'encours de la dette à taux fixe vers la cible de 60 %	➔ Réduire les frais de service de la dette tout en continuant d'atténuer prudemment le risque pour le cadre budgétaire.
Porter la taille du programme des bons du Trésor de 110 à 115 milliards de dollars en 2003-2004 à environ 130 milliards en 2004-2005.	➔ Faciliter l'adaptation du marché aux modifications des programmes des obligations et des bons du Trésor.
Émettre pour environ 36 milliards de dollars d'obligations en 2004-2005, soit 4 milliards de moins qu'en 2003-2004. En raison de l'échéance d'émissions importantes et de la poursuite du rachat d'obligations à des fins de trésorerie, l'encours des obligations devrait diminuer de quelque 16 milliards.	
Maintenir les rachats d'obligations à un niveau prévu d'environ 11 milliards de dollars, comme en 2003-2004.	
Maintenir la stabilité du profil des échéances.	➔ Limiter le besoin de refinancer une grande partie de la dette dans une période donnée et aider à préserver la stabilité des programmes de la dette au fil des ans.

Programmes d'emprunts sur le marché intérieur

Objectif : *Maintenir la diversification des sources de financement et le bon fonctionnement du marché.*

Plan d'action pour 2004-2005	Résultats attendus
Poursuivre les émissions régulières d'obligations négociables (à quatre échéances), de bons du Trésor (à trois échéances) et d'obligations indexées à long terme.	➔ Contenir les coûts et atténuer le risque de financement en diversifiant les emprunts par catégories d'investisseurs, instruments et échéances.
Continuer d'emprunter selon un programme annoncé à l'avance, demander l'avis des participants au marché au sujet des principaux ajustements des programmes, et diffuser en temps opportun des avis relatifs aux décisions stratégiques du gouvernement.	➔ Maintenir la transparence et l'efficacité.
Maintenir la taille cible des obligations de référence à 2, à 5, à 10 et à 30 ans.	➔ Maintenir la liquidité du marché des émissions en cours et des nouvelles émissions de référence.
Poursuivre l'émission des obligations à rendement réel, à des niveaux équivalents ou légèrement supérieurs à ceux des années précédentes.	➔ Maintenir l'engagement du gouvernement à l'égard du programme des obligations à rendement réel pour aider à diversifier les produits et le bassin d'investisseurs de façon économique.
À compter du 1er avril 2004, publier les résultats des adjudications et des rachats dans les meilleurs délais possibles.	➔ Améliorer le processus d'adjudication et stimuler la participation.
Élargir le panier d'obligations admissibles au rachat au comptant ou avec conversion de titres dans le secteur de 10 ans pour inclure des échéances plus longues.	➔ Promouvoir la liquidité en atteignant la taille cible des émissions de référence dans un délai d'un an.
Faire du programme de rachat avec conversion de titres un programme permanent.	➔ Promouvoir la liquidité en aidant à développer des émissions de référence dans un délai raisonnable.
Rendre permanentes l'adjudication des bons du Trésor à 10 h 30 et les rachats d'obligations à des fins de gestion de trésorerie à 11 h 15.	➔ Appuyer la participation à ces opérations.

Programmes d'emprunts sur le marché intérieur

Objectif : *Accroître la rentabilité du financement des réserves de change.*

Plan d'action pour 2004-2005

Continuer de recourir aux swaps de devises comme principal mode de financement des réserves.

Résultats attendus

➔ Maintenir à un niveau peu élevé le coût de portage des réserves.

Plan de la stratégie de gestion de la dette pour 2004-2005

Programmes d'emprunts sur le marché intérieur

Les modifications des programmes d'emprunts en 2004-2005 appuieront la transition ordonnée vers la nouvelle cible de la de structure de la dette. Dans ce contexte, le gouvernement insistera sur le maintien du bon fonctionnement du marché.

Plus particulièrement, à compter du 1er avril 2004, le délai de publication des résultats des adjudications et des opérations de rachat, qui est fixe à l'heure actuelle, sera abrégé dans toute la mesure possible (c'est-à-dire, lorsqu'ils sont prêts). Les délais pour les adjudications et les rachats devraient diminuer, et passer à cinq et à 10 minutes respectivement. Les délais de publication varieront d'une transaction à l'autre et seront assujettis à un délai maximum pour les adjudications et les rachats de 10 et de 15 minutes respectivement. Au cours de l'exercice, le gouvernement continuera de prendre des mesures pour rationaliser ces transactions afin de réduire davantage les délais. La réduction des délais atténuera le risque pour les participants au marché, ce qui ajoutera à l'efficacité du processus d'adjudication et de rachat. Les participants au marché appuient cette modification des délais de publication.

Programme des obligations négociables à taux fixe

On prévoit que les émissions brutes d'obligations totaliseront près de 36 milliards de dollars en 2004-2005, soit 4 milliards de moins qu'en 2003-2004. À près de 25 milliards, les émissions nettes d'obligations seront aussi légèrement moins élevées qu'en 2003-2004. Compte tenu des échéances des obligations et des opérations de rachat à des fins de gestion de la trésorerie au cours de l'année, l'encours des obligations devrait diminuer, passant de 257 milliards de dollars à environ 241 milliards[1].

En 2004-2005, le gouvernement continuera de tenir des adjudications trimestrielles d'obligations à 2, à 5 et à 10 ans, et des adjudications semestrielles d'obligations à 30 ans. Comme par les années passées, un calendrier trimestriel des adjudications sera affiché sur le site de la Banque du Canada peu avant le début de chaque trimestre.

La taille cible des obligations de référence à 2, à 5, à 10 et à 30 ans demeure inchangée par rapport à l'an dernier (obligations à 2 ans : de 7 à 10 milliards de dollars; obligations à 5 ans : de 9 à 12 milliards; obligations à 10 ans : de 10 à 14 milliards; obligations à 30 ans : de 12 à 15 milliards). La taille cible des obligations de référence sera atteinte au moyen de réouvertures, une émission obligataire donnée étant vendue lors de plusieurs adjudications, jusqu'à ce que la taille cible soit atteinte.

[1] Les rachats ordinaires d'obligations n'influent pas sur l'encours des obligations, puisque le programme appuie l'émission de nouvelles obligations de référence.

Lors des récentes consultations sur la stratégie de gestion de la dette, les participants au marché ont indiqué que la taille des adjudications d'obligations nominales s'approche des planchers, plus particulièrement pour les échéances de 10 et de 30 ans, et que l'on pourrait devoir apporter des modifications structurelles au programme des obligations au cours des prochaines années.

Le *Rapport sur la gestion de la dette* de 2003-2003, disponible sur le site Web du ministère des Finances à l'adresse www.fin.gc.ca, renferme une liste des obligations du gouvernement du Canada en circulation et en précise les dates d'échéance. Cette liste figurera également dans la publication annuelle intitulée *Résumé des titres et emprunts émis par le gouvernement du Canada*, qui sera bientôt affichée sur le site Web de la Banque du Canada à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Programme de rachat d'obligations

Le gouvernement effectue deux types d'opérations de rachat d'obligations : le rachat régulier d'obligations et le rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie. Les rachats réguliers d'obligations permettent de soutenir la liquidité des nouvelles émissions d'obligations au moyen du rachat d'obligations existantes auxquelles il reste à courir un terme de 1 à 25 ans. Ces opérations de rachat sont importantes et jouent un rôle stratégique dans le maintien d'un programme actif de nouvelles émissions obligataires. Le deuxième genre de programme de rachat, soit les rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie, contribue à la gestion des soldes de trésorerie du gouvernement par l'entremise du rachat d'obligations qui arrivent à échéance dans les 18 mois.

Opérations régulières de rachat

Les opérations de rachat d'obligations peuvent être effectuées au comptant ou être assorties d'une conversion de titres. Les rachats d'obligations au comptant consistent à échanger des obligations moins liquides contre des espèces, et elles sont menées peu après les adjudications d'obligations ayant un terme à courir similaire. Les opérations de rachat d'obligations assorties d'une conversion de titres consistent à échanger des obligations moins liquides contre des obligations nouvellement émises en fonction de la durée de ces obligations. Ces opérations sont menées à d'autres moments au cours de chaque trimestre.

Lors de consultations, les participants au marché ont largement appuyé le recours aux programmes de rachat au comptant et avec conversion de titres pour aider à préserver la liquidité et les nouvelles émissions de titres du gouvernement du Canada. Ils estiment qu'il pourrait devenir de plus en plus difficile d'effectuer des opérations de rachat de grande envergure en raison du bassin décroissant d'obligations admissibles rachetables.

Le gouvernement a l'intention de procéder à des rachats d'obligations totalisant environ 11 milliards de dollars en 2004-2005, un niveau semblable à celui de 2003-2004. Le montant des rachats d'obligations assortis d'une conversion de titres sera réduit d'environ 1 milliard pour être ramené à près de 4 milliards, tandis que les rachats d'obligations au comptant seront réduits d'environ 1 milliard de dollars

pour passer à près de 7 milliards. Les montants cibles maximum de rachat trimestriel régulier d'obligations et le calendrier des opérations seront annoncés dans le calendrier trimestriel des adjudications publié par la Banque du Canada à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Pour stimuler les opérations de rachat d'obligations de la catégorie d'échéance de 10 ans, à compter du 1er avril 2004, les obligations rachetables admissibles de la catégorie d'échéance de 30 ans seront incluses dans le panier des obligations rachetables admissibles de la catégorie d'échéance de 10 ans.

Afin d'élargir la participation aux opérations de rachat, les rachats assortis d'une conversion de titres ont été instaurés dans le cadre d'un projet pilote en décembre 2001 et la première opération a été effectuée en février 2002. Lors des consultations sur la stratégie de gestion de la dette, les participants au marché ont nettement appuyé le programme de rachats assortis d'une conversion de titres. De son côté, le gouvernement estime que le programme réalise pleinement ses objectifs et celui-ci sera donc maintenu en permanence.

Rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie

Puisque les participants au marché préfèrent que les adjudications de bons du Trésor précèdent les rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie, l'heure de ces rachats est passée de 10 h 30 à 11 h 15 à titre d'essai le 17 juin 2003. Vu les commentaires positifs reçus lors des consultations sur la stratégie de gestion de la dette de 2004-2005, cet horaire sera maintenu en permanence.

Obligations à rendement réel

Étant donné l'évolution du contexte macroéconomique et la modification de la structure de la dette pour réduire la cible pour l'encours de la dette à taux fixe, le gouvernement a annoncé, dans le document intitulé *Stratégie de gestion de la dette* 2003-2004, qu'il évaluerait le recours au programme des obligations à rendement réel comme source de financement de l'État.

En 2003-2004, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont examiné le rendement du programme en regard de ses objectifs et de sa contribution future au programme d'emprunts sur le marché intérieur.

En plus de procéder à un examen interne, le gouvernement a consulté les participants au marché au sujet du programme des obligations à rendement réel. La Banque du Canada a publié un document de consultation[2] et une étude de rentabilité[3]. Au cours des consultations, le gouvernement a discuté avec plus de 50 intervenants, y compris des investisseurs institutionnels, des négociants principaux et des experts-conseils du secteur des pensions. Il a également reçu des commentaires par courriel de divers intéressés. Un sommaire de ces consultations a été publié sur le site Web de la Banque du Canada[4].

[2] Voir http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/consult03f.htm.
[3] Voir http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/rrb2003f.htm.
[4] Voir http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/market_consult03f.htm.

Cet exercice a permis de constater que, dans l'ensemble, le programme réalise ses objectifs. Il indique que les émissions mondiales de titres indexés sur l'inflation par les pays souverains ont augmenté ces dernières années, et que la demande d'obligations à rendement réel se maintient. Dans le contexte de l'ajustement continu du programme des titres d'emprunt, le maintien des émissions d'obligations à rendement réel à près de leurs niveaux actuels au cours des prochaines années ne devrait pas empêcher, dans l'immédiat, de maintenir les émissions d'obligations à taux nominal à leur niveau actuel et devrait avoir très peu d'incidence sur la réduction de la part de la dette à taux fixe.

Par suite de cet examen, le gouvernement maintiendra le programme des obligations à rendement réel; le montant des émissions en 2004-2005 sera équivalent ou légèrement supérieur à celui de 2003-2004, qui était de 1,4 milliard de dollars.

Programme des bons du Trésor

D'après les perspectives budgétaires et les plans établissant à 60 % la nouvelle part cible de la dette à taux fixe, l'encours des bons du Trésor devrait augmenter de 15 à 20 milliards de dollars pour atteindre environ 130 milliards à la fin de 2004-2005.

Pour étendre la gamme de participants au marché et tenir compte des préférences de ces derniers, l'heure d'adjudication des bons du Trésor est passée de 12 h 30 à 10 h 30, le 17 juin 2003. Vu les commentaires positifs reçus lors des consultations sur la stratégie de gestion de la dette de 2004-2005, cet horaire sera maintenu en permanence.

Les bons de gestion de la trésorerie, qui sont des bons du Trésor à court terme, aident le gouvernement à gérer ses besoins de trésorerie de manière efficace. Le gouvernement entend continuer d'utiliser activement les bons de gestion de la trésorerie en 2004-2005.

Évolution du marché intérieur

Le ministère des Finances et la Banque du Canada entretiennent un dialogue avec les participants au marché et les organismes de réglementation au sujet de l'évolution du marché des titres à revenu fixe au Canada. Les discussions devraient continuer de porter sur la mise au point et la réglementation de systèmes de négociation électroniques pour les titres à revenu fixe. Ces systèmes, qui viennent de faire leur apparition sur le marché canadien, pourraient contribuer à accroître la transparence et l'efficacité du marché.

Programme de titres au détail

En 2004-2005, le gouvernement continuera de miser sur la réduction des coûts en harmonisant le portefeuille des titres au détail non négociables et les coûts avec l'objectif de réduction de la dette. Les titres au détail sont offerts par les institutions financières et les employeurs parrains. Ils sont aussi disponibles par téléphone ou sur le site Web de Placements Épargne Canada à l'adresse www.csb.gc.ca.

Gestion des soldes de trésorerie du gouvernement

Le gouvernement du Canada gère ses soldes de trésorerie de manière à disposer d'espèces suffisantes pour satisfaire ses besoins de fonctionnement et de liquidités. Les soldes de trésorerie sont investis deux fois par jour dans le cadre d'adjudications.

La majorité des soldes de trésorerie sont adjugés lors de l'adjudication du matin. Le gouvernement a instauré un nouveau cadre en septembre 2002 pour harmoniser ses opérations avec les pratiques exemplaires d'autres gouvernements et des participants au marché.

En vertu du nouveau cadre, l'adjudication du matin fait appel à un système de gestion du crédit faisant appel à des cotes de crédit, des lignes de crédit et des garanties pour gérer le risque de crédit, de même qu'à un large éventail de contreparties admissibles dans le but d'accroître la concurrence lors des adjudications.

L'adjudication de l'après-midi sert à investir les soldes de trésorerie résiduels du gouvernement. On n'y exige pas de garanties, et l'accès est retreint aux participants au Système de transfert des paiements de grande valeur.

Aucune modification importante du cadre n'est prévue pour 2004-2005.

Programmes d'emprunts en devises

L'actif des réserves de change du gouvernement, détenu dans le Compte du fonds des changes, lui permet de maintenir des liquidités en devises; le gouvernement peut également utiliser ses réserves pour intervenir sur le marché des changes afin de favoriser le maintien de conditions favorables pour le dollar canadien. Pour plus de précisions au sujet de la gestion des réserves internationales, consulter le *Rapport annuel au Parlement sur les opérations du Compte du fonds des changes*, sur le site Web du ministère des Finances à l'adresse www.fin.gc.ca.

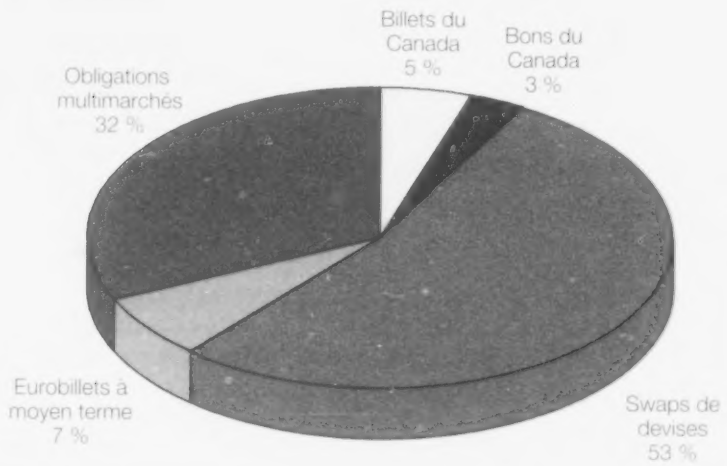
Le gouvernement contracte des emprunts libellés en devises pour financer ses réserves de change. L'actif des réserves de change et le passif découlant du financement de cet actif sont gérés selon une approche de portefeuille, conformément à bon nombre des principes adoptés par d'autres États souverains et par des institutions financières privées, entre autres des principes de gestion prudente du risque.

Sources de financement

Le gouvernement a accès à diverses sources pour financer ses réserves de change, notamment des billets à court terme émis en dollars américains, des billets à moyen terme émis sur divers marchés, des swaps d'obligations libellées en dollars canadiens contre des devises, des obligations internationales et l'achat de dollars américains sur le marché des changes. Les swaps de devises constituent une solution particulièrement peu coûteuse, et ils ont été utilisés activement au cours des dernières années.

En 2004-2005, un certain nombre de facteurs guideront le choix des moyens de financement, notamment le coût relatif, les conditions et les occasions du marché, et le désir de conserver une structure prudente des échéances de la dette en devises. Les swaps d'obligations libellées en dollars canadiens contre des devises devraient demeurer les principales sources de financement des réserves. Le graphique 2 indique la composition prévue du passif en devises au 31 mars 2004.

Graphique 2
Composition prévue du passif en devises au 31 mars 2004



Source : ministère des Finances

Gestion du risque

Le gouvernement dispose d'un cadre exhaustif de gestion du risque lui permettant de repérer et de gérer les risques de trésorerie, notamment le risque du marché, le risque de crédit, le risque d'exploitation et le risque juridique liés au financement et au placement des réserves de change. Les normes relatives au contrôle du risque sont prudentes : les avoirs sont protégés contre les risques du marché et des normes élevées sont prévues en matière de qualité du crédit et de diversification du portefeuille.

Les politiques de gestion du risque adoptées par le gouvernement prévoient une gestion prudente des risques de trésorerie, qui repose sur l'application de pratiques exemplaires. Ces dernières années, le gouvernement a continué de renforcer son cadre de gestion du risque en établissant des cadres de gestion des garanties pour les séances du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général, le programme des swaps de devises, et le programme de dépôts en dollars américains. Les marchés de capitaux ont de plus en plus couramment recours à des systèmes de gestion des garanties pour gérer le risque. En vertu des cadres, le gouvernement a accès à des garanties de haute qualité (par exemple, des liquidités ou des titres) lorsque son exposition au risque de crédit envers des contreparties qui sont des institutions financières dépassent certaines limites.

Glossaire

billet du Canada : Billet habituellement libellé en dollars américains et offert en inscription comptable. Les billets du Canada peuvent être émis pour des échéances minimales de 9 mois, à un taux fixe ou variable. Les billets du Canada servent uniquement à financer les réserves de change.

bon du Canada : Billet libellé en dollars américains, émis pour des échéances pouvant atteindre 270 jours. Les bons du Canada servent uniquement à financer les réserves de change.

bon du Trésor : Titre à court terme vendu par enchère publique. Les bons du Trésor à 3, à 6 ou à 12 mois sont actuellement mis aux enchères toutes les deux semaines.

Compte du fonds des changes : Fonds tenu par le gouvernement du Canada afin de promouvoir la stabilité du dollar canadien sur le marché des changes et l'ordre sur ce marché.

courbe de rendement : Graphique reposant sur la structure d'échéances des taux d'intérêt, qui illustre le rendement de toutes les obligations de même qualité par échéance.

coût à risque : Mesure fondée sur la distribution statistique des frais du service de la dette, qui permet de quantifier le risque en termes de coûts maximum qui peuvent survenir dans une gamme particulière de probabilités pour un exercice donné.

déficit accumulé : Excédent du total des passifs sur le total des actifs financiers et non financiers.

dette à taux fixe : Part des emprunts bruts dont l'échéance ou la modification des taux ne survient pas avant 12 mois.

dette contractée sur les marchés : Aux fins de gestion de la dette, la dette contractée sur les marchés s'entend de la portion de la dette financée sur les marchés publics; elle comprend les obligations négociables, les bons du Trésor, les titres d'emprunt de détail (surtout les obligations d'épargne du Canada), les obligations et les bons libellés en devises, de même que les obligations émises au Régime de pensions du Canada.

dette nette : Excédent de la dette publique brute sur la valeur des actifs financiers.

dette non contractée sur les marchés : Dette interne du gouvernement, soit, essentiellement, le passif des régimes de pension du secteur public fédéral et les engagements actuels du gouvernement (comme les créditeurs, le passif couru, l'intérêt et les paiements de dette échue).

dette portant intérêt : Comprend la dette non échue, ou dette contractée sur les marchés, et les engagements de l'État au titre des comptes internes comme les régimes de retraite des fonctionnaires fédéraux.

dette publique brute : Montant total dû par le gouvernement. Il comprend la dette contractée sur les marchés sous forme de titres en circulation, comme les bons du Trésor et les Obligations d'épargne du Canada, et la dette non contractée sur les marchés payable principalement au Fonds de pension de retraite des employés de l'État, et d'autres passifs courants.

distributeur de titres du gouvernement : Membre d'un groupe de banques d'investissement et de courtiers en placements auxquels le gouvernement s'adresse pour distribuer les bons du Trésor et les obligations négociables du gouvernement du Canada.

durée : Terme à courir moyen pondéré du flux de trésorerie d'une obligation, utilisé pour mesurer la sensibilité aux taux d'intérêt.

excédent budgétaire : Situation où les revenus annuels du gouvernement dépassent le montant des dépenses budgétaires annuelles. Il y a déficit lorsque les revenus du gouvernement ne suffisent pas à couvrir les dépenses budgétaires.

gestion actif-passif : Cadre systémique de décisions d'investissement qui permet de gérer simultanément un portefeuille d'éléments d'actif et de passif.

marché primaire : Marché sur lequel les titres sont d'abord vendus ou achetés.

marché secondaire : Marché sur lequel les titres sont achetés et vendus après avoir été émis sur le marché primaire.

marché souverain : Marché des titres émis par un État.

obligation à prime du Canada : Titre non négociable émis par le gouvernement du Canada qui peut être encaissé sans pénalité une fois l'an à la date anniversaire ou dans les 30 jours suivant cette date.

obligation à rendement réel : Obligation du gouvernement du Canada assortie d'un intérêt semestriel fondé sur un taux d'intérêt réel. Contrairement aux obligations négociables à taux fixe, les paiements d'intérêt sur les obligations à rendement réel tiennent compte des variations de l'Indice des prix à la consommation.

obligation d'épargne du Canada : Titre non négociable émis par le gouvernement du Canada qui peut être encaissé par le ou les propriétaires immatriculés en tout temps et qui, après les trois premiers mois, rapporte de l'intérêt jusqu'à la fin du mois précédant l'encaissement.

obligation de référence : Émission particulière en circulation dans chaque catégorie d'échéances. L'obligation de référence est considérée par le marché comme étant la norme servant à évaluer toutes les autres obligations émises dans cette catégorie.

obligation fongible : Obligation ayant les mêmes attributs qu'une autre; les obligations fongibles sont interchangeables.

obligation négociable à taux fixe : Titre d'emprunt négociable émis par le gouvernement du Canada et vendu par enchère publique. Ces titres sont assortis d'une date d'échéance et d'un taux d'intérêt spécifiés. Toutes les obligations négociables à taux fixe en dollars canadiens portent des intérêts payables semestriellement et ne sont pas rachetables par anticipation. Comme elles sont transférables, elles peuvent être négociées sur le marché secondaire.

point de base : Un point de base correspond à 0,0001, ou 0,01 %.

rachat d'obligations assorti d'une conversion de titres : Des obligations en circulation sont échangées contre de nouvelles obligations de l'émission de référence établie.

rachat d'obligations au comptant : Rachat d'obligations contre des espèces. Sert à maintenir la taille des adjudications et d'une nouvelle émission.

réserve pour éventualités : Fonds mis en réserve dans les projections budgétaires essentiellement pour se prémunir contre les inexactitudes inévitables des modèles utilisés pour convertir les hypothèses économiques en prévisions budgétaires détaillées et contre les impondérables. Les fonds inutilisés de cette réserve sont appliqués en réduction de la dette fédérale.

ressources ou besoins financiers : Écart entre les encaissements et les décaissements de l'État. Si l'encaisse n'est pas utilisée, les besoins financiers correspondent aux nouveaux emprunts à contracter auprès de prêteurs de l'extérieur pour combler les besoins de financement de l'État pour un exercice donné.

swap de devises : Échange d'un type d'obligation contre un autre qui met en cause des devises différentes et l'échange du principal et de l'intérêt.

système de négociation électronique : Système électronique qui fournit une information en temps réel au sujet des titres et qui permet à l'utilisateur d'exécuter des échanges financiers.

taux de rotation : Volume des titres échangés en proportion de l'encours.

terme à courir moyen : Durée moyenne qui reste avant l'échéance d'un titre, en tenant compte uniquement du principal.

titre d'emprunt négociable : Titre compris dans la dette contractée sur les marchés émis par le gouvernement du Canada et vendu par appel d'offres ou syndication. Ces émissions peuvent être échangées entre investisseurs pendant qu'elles sont en circulation.

titre d'emprunt non négociable : Titre compris dans la dette contractée sur les marchés qui n'est pas négociable et qui est émis auprès d'investisseurs de détail (obligations d'épargne du Canada et obligations à prime du Canada).

transparence du marché : Dans le contexte de la gestion de la dette, caractéristique d'un marché obligataire marqué par des stratégies et des activités de gestion de la dette visibles et bien comprises des participants.